



FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES

MEDICIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES

Clave: 201405009

Coordinador del TFG: Olga Bocigas Solar

Madrid

Junio 2018

MEDICIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR EN LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES



Tabla de Contenidos

1. Introducción.....	2
1.1 Objetivos.....	2
1.2 Metodología.....	2
1.3 Interés de la cuestión.....	2
1.4 Estructura.....	3
2. Fusiones y Adquisiciones.....	4
2.1 Contexto y evolución.....	4
2.2 Principales motivaciones.....	8
3. Creación de valor.....	17
3.1 El Valor.....	17
3.2 La Creación de Valor.....	17
3.3 Estrategias de Creación de Valor.....	19
3.4 ¿Cuándo crean valor las fusiones y adquisiciones?.....	20
3.5 La destrucción de valor.....	22
4. Medición de la Creación de Valor.....	24
4.1 Modelos de decisión.....	24
4.2 Principales métodos de medición de valor.....	26
5. Análisis Empírico.....	37
5.1 Samsung Electronics adquiere Harman International Industries.....	37
6. Conclusiones.....	44
7. Bibliografía.....	47

RESUMEN DE LA INVESTIGACIÓN

En este trabajo se analizarán las fusiones y adquisiciones y el valor creado a través de estas para los accionistas y demás *stakeholders* de las empresas involucradas en la transacción. Para ello en primer lugar se estudiará en detalle la literatura de las fusiones y adquisiciones, teniendo en cuenta tanto la evolución de estas a lo largo de la historia como los principales motivos por los que estas operaciones se llevan a cabo. Posteriormente se analizarán las principales fuentes de creación de valor, así como las diferentes formas en las que estas pueden ser medidas. Una vez establecidas las principales fuentes y métodos de medición, se procederá a un breve análisis empírico de estas en el contexto de una transacción real que haya sido llevada a cabo en años anteriores.

Palabras clave: Valor, generación de valor, sinergias, *stakeholders*, accionistas, acumulados, ROIC, fusiones y adquisiciones.

ABSTRACT

This paper will analyze mergers and acquisitions and the value created for the shareholders and other stakeholders of the companies that take part in the transaction. In first place, all the recent literature regarding mergers and acquisitions will be studied, focusing on the M&A activity evolution and the different motivations for this kind of transactions. Then, we will analyze the main elements that make value creation possible. Once we identify these elements, we will proceed to understand the methods in which they are measured and carry out an empirical investigation to see what role these elements play in a real-life transaction.

Keywords: Value, value generation, synergies, stakeholders, shareholders, cumulative, ROIC, mergers and acquisitions.

1. INTRODUCCION

1.1 Objetivos

Dentro de los principales objetivos de este trabajo se encuentra, en primer lugar, la definición y explicación en detalle de la creación de valor para los accionistas y *stakeholders* de las empresas involucradas a través de las fusiones y adquisiciones, para posteriormente analizar cuáles son las principales fuentes de creación de valor.

Una vez identificadas las diferentes fuentes y la forma en la que estas son medidas, el principal objetivo que se persigue es su aplicación de estas a una operación llevada a cabo en los últimos años para analizar de una forma empírica su influencia en el valor creado.

Una vez llevado a cabo el análisis empírico, en base a los resultados obtenidos se busca sacar una serie de conclusiones acerca de la influencia de dichas fuentes en el valor creado a través de las fusiones y adquisiciones.

1.2 Metodología

Para realizar el trabajo voy a utilizar un enfoque deductivo. En primer lugar, voy a recoger toda la información teórica posible acerca de la creación de valor en las fusiones y adquisiciones. Para ello buscaré todo tipo de artículos, *papers*, libros, etc. que estén relacionados con el tema.

Una vez encontrada toda la información teórica necesaria, procederé a buscar información empírica. Para ello se utilizará una transacción que haya sido realizada en los últimos años y se analizará para sacar conclusiones y verificar la teoría con la información obtenida. Para obtener información de dicha operación, utilizaré diversas plataformas financieras como pueden ser Bloomberg, Capital IQ etc., además de pedir información a familiares y antiguos compañeros de trabajo que trabajan en el mundo de las finanzas, y más concretamente en el de las fusiones y adquisiciones.

1.3 Interés de la cuestión

Hoy en día, uno de los principales objetivos de las empresas es la creación de valor para sus accionistas y *stakeholders*. A la hora de conseguir estos objetivos, son fundamentales las fusiones y adquisiciones ya que son una manera muy eficiente de expandirse, crecer, aprovechar ventajas fiscales y sinergias, y protegerse frente a los competidores.

La utilización de las fusiones y adquisiciones como método de maximización de valor se instauró hace varias décadas y ha tenido diferentes resultados dependiendo de en qué país, en qué sector y en qué periodo de tiempo se hayan realizado. Es por ello por lo que considero interesante estudiar cuales han sido y de qué manera, los factores más influyentes a la hora de crear valor mediante las fusiones y adquisiciones para finalmente comprobar su influencia en una transacción que haya sido realizada recientemente.

1.4 Estructura

El trabajo estará dividido en cuatro partes principales. En primer lugar, una parte teórica en la que se analizara la literatura de las fusiones y adquisiciones incluyendo la evolución de estas desde su instauración como método de creación de valor y los principales motivos por las que estas son llevadas a cabo. En una segunda parte se estudiarán los principales métodos de creación de valor y la forma en la que estos pueden ser medidos. Por último, en una tercera parte, se analizarán estos métodos de forma empírica mediante el estudio de una adquisición reciente.

2. FUSIONES Y ADQUISICIONES

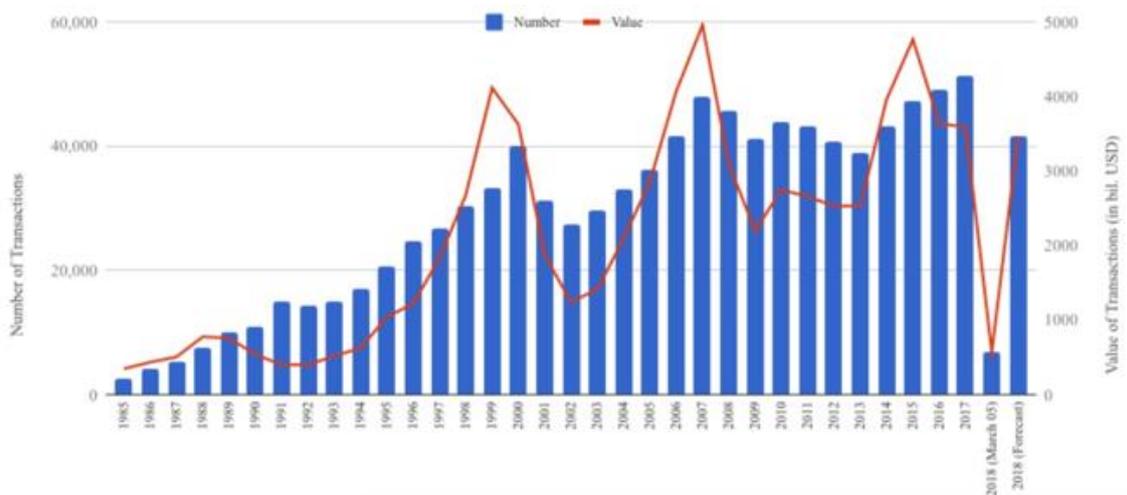
La fusión o unión de dos empresas dando lugar a una empresa de mayor tamaño, así como la compra o adquisición de una empresa por otra son hoy en día las estrategias más eficientes y consecuentemente más utilizadas a la hora de generar valor para los accionistas.

Para poder estudiar la creación de valor, será necesario entender en primer lugar las fusiones y adquisiciones, su evolución a lo largo de la historia y las razones fundamentales por las que estas se llevan a cabo.

2.1 Contexto y evolución

A continuación, se presenta un gráfico con la evolución del volumen de operaciones de fusión o adquisición a lo largo de la historia. A través de este estudiaremos las principales tendencias y motivos que han influido en el número de operaciones de F&A (Fusiones y adquisiciones) que se han ido realizando durante las diferentes épocas a lo largo de la historia.

FIGURA I Evolución del volumen de fusiones y adquisiciones a lo largo de la historia



Fuente: IMAA, 2017.

Cuando hablamos de la evolución de las fusiones y adquisiciones a lo largo de la historia hacemos referencia a cinco diferentes oleadas desde 1890. La duración de estas oleadas no está especificada pero su final suele coincidir con el estallido de una gran guerra o el

comienzo de un periodo de depresión o crisis. Mientras que las dos primeras olas fueron relevantes únicamente para el mercado de los Estados Unidos, las siguientes tuvieron una mayor dispersión geográfica, llegando a ser relevantes en Estados Unidos, Reino Unido, Europa continental e incluso en Asia (Sudarsanam, 2003). Las principales características de estas oleadas fueron las siguientes:

Oleada 1 (1893-1904): Esta oleada, que nació de un periodo de expansión y bienestar económico estuvo caracterizada por las grandes fusiones horizontales que dieron lugar a los primeros gigantes en las industrias del petróleo, minería y acero. Además, estas dieron lugar a la creación de diversos monopolios. “Las fusiones permiten el aprovechamiento de los beneficios futuros del monopolio y la distribución de dichos beneficios” (Stigler, 1950).

Estas fusiones se caracterizaron también por ser de naturaleza amistosa y están financiadas principalmente con caja.

La nueva legislación antimonopolio y el inicio de La Primera Guerra Mundial pusieron fin a esta oleada de fusiones y adquisiciones que fue denominada como “La Gran Oleada de Fusiones”.

Oleada 2 (1910-1929): La segunda oleada fue significativamente más discreta que la anterior y estuvo más centrada en las industrias de la comida, papel, imprenta y hierro. Surgió de la recuperación económica tras la Primera Guerra Mundial y dio lugar, al contrario que la primera oleada, a la creación de diferentes oligopolios. El principal objetivo de estas fusiones era consecución de economías de escala para conseguir hacer frente al poder de los anteriores monopolistas (Stigler, 1950).

Al igual que en la primera oleada, esta estuvo caracterizada por su naturaleza amistosa. Sin embargo, la forma de financiación cambió de caja a obtención de capital.

El final de esta oleada se debió a la caída del mercado de 1929 que daría lugar también a la “Gran Depresión”.

Oleada 3 (1955-1975): La tercera oleada no llegaría hasta después de la “Gran Depresión” y el final de La Segunda Guerra Mundial. Esta oleada estuvo caracterizada por la diversificación y al igual que en la primera, el principal método de financiación fue la obtención de capital (Nouwen, 2011).

Dicha diversificación, dio lugar a los conglomerados de empresas. Estas buscaban a través de estas fusiones reducir los riesgos más específicos de sus industrias.

Esta oleada se ralentizó a finales de 1970 y colapsó en 1981 debido a la recesión económica causada por la crisis del petróleo.

Oleada 4 (1984-1989): La cuarta oleada fue diferente a las anteriores. Las adquisiciones eran por lo general de naturaleza hostil y el tamaño de las empresas adquiridas era mucho mayor. Es por esto por lo que la principal forma de financiación dejó de ser la obtención de capital para pasar a ser la deuda.

Esta oleada se caracterizó por las desinversiones, las cuales eran utilizadas por las empresas que buscaban expandirse para mejorar su posición competitiva. Estas desinversiones constituyeron un 20-40% de las operaciones durante esos años y fueron denominadas como “*bust-up takeovers*”. Además, durante esta oleada, surgió también el concepto de “*Leveraged buy-out*” (LBO), en el cual las empresas utilizan altas sumas de deuda a la hora de adquirir otra compañía para posteriormente vender gran parte de sus activos (Sudarsanam, 2003).

Durante esta oleada se eliminaron las ineficiencias creadas por los conglomerados durante la oleada anterior. Morck et al (1990) comprobaron que, durante 1980, las adquisiciones de empresas que competían en el mismo sector tenían un impacto positivo en la rentabilidad para los accionistas. Es por este entonces cuando se introduce el concepto de fusiones y adquisiciones como método de creación de valor.

En 1989, debido a una nueva caída bursátil, la oleada de fusiones y adquisiciones iniciada en 1984 llega a su fin.

Oleada 5 (1993-2000): La década de los 90 fue una época de gran auge económico. Gracias al proceso de globalización y el desarrollo de los mercados financieros, el volumen de operaciones creció de manera considerable especialmente en Europa Continental, donde este volumen casi iguala al de los Estados Unidos. Debido a la globalización, aumentó también el número de adquisiciones transfronterizas. Esta oleada comenzó también gracias a innovaciones tecnológicas, aumento de la información y la búsqueda de ventajas competitivas por parte de las empresas (Sudarsanam, 2003).

El objetivo principal de las empresas era el crecimiento y la participación en dicha globalización. Esto dio lugar a las llamadas “mega transacciones”, las cuales eran inimaginables en oleadas anteriores. Algunos ejemplos de estas transacciones fueron: Chrysler y Daimler Benz, Citibank y Travelers o Exxon y Mobil (Nouwen, 2011).

La naturaleza de estas fusiones era principalmente amistosa y se financiaron a través de capital. De nuevo una recesión económica puso fin a esta oleada en el año 2001.

Oleada 6 (2004-2007): En el año 2001, debido a la recesión económica, las fusiones y adquisiciones en todo el mundo disminuyeron en un 52%, mientras que en España se redujeron hasta en un 64% respecto al año anterior según un estudio llevado a cabo por KPMG (Gualdoni, 2001). A pesar de esto, en 2007 se vuelve a alcanzar el volumen máximo de operaciones.

En 2008 estalla la crisis financiera debido al colapso de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos, que provocó la llamada crisis de las hipotecas *subprime*, lo cual significó el final de esta sexta oleada (Ekholm y Svensson, 2009).

Oleada 7 (2013-2017): Desde la crisis financiera iniciada en la segunda mitad de 2008, las fusiones y adquisiciones sufrieron un periodo de decadencia debido principalmente al riesgo que conllevaban y la falta de financiación de la deuda.

En el año 2013, la mayor confianza de las empresas y el abaratamiento del crédito dieron lugar a lo que podría ser una nueva oleada de fusiones y adquisiciones. El 2015 fue considerado un año récord ya que las operaciones alcanzaron un valor de 4,6 billones de dólares, siendo el mejor año después de la crisis financiera de 2008. Durante los dos años siguientes, el número de operaciones ha seguido aumentando. Sin embargo, el valor de estas ha disminuido respecto a 2015, quedándose en torno a los 3,6 billones de dólares, cayendo un 17% (Hughes, 2015).

FIGURA II Características de las principales oleadas de fusiones y adquisiciones

Oleadas	Oleada 1	Oleada 2	Oleada 3	Oleada 4	Oleada 5	Oleada 6	Oleada 7
Periodo	1893-1904	1910-1929	1955-1975	1984-1989	1993-2000	2004-2007	2013-2017
Pago	Cash	Equity	Equity	Cash/Debt	Equity	Ecq./Debt	Ecq./Debt
Objetivos	Monopolios	Oligopolios	Diversificación	“Bust-up”	Mega fusiones	Mega fusiones	Crisis y ajuste
Naturaleza	Amistosa	Amistosa	Amistosa	Hostil	Amistosa	Amistosa	Amistosa

Fuente: adaptado de Ekholm y Svensson, 2009.

2.2 Principales motivaciones

Las empresas llevan a cabo fusiones y adquisiciones por múltiples motivos. Según Gutmann (2013) en primer lugar se ha de diferenciar entre dos tipos de motivaciones, las denominadas motivaciones inmediatas declaradas y las no declaradas. Las motivaciones inmediatas declaradas son aquellas que la empresa utiliza para justificar la operación de manera pública o privada ante sus consumidores, el mercado, la prensa, trabajadores etc. Por otro lado, tenemos las motivaciones inmediatas no declaradas. Estas son las motivaciones que la empresa no quiere sacar a la luz por diversos motivos.

A pesar de que en la mayoría de las operaciones solemos encontrar ambos tipos de motivaciones, son las no declaradas las que verdaderamente se tienen en cuenta a la hora de iniciar un proceso de fusión o adquisición. Sin embargo, ninguna de estas motivaciones constituye un fin último para la compañía. Ninguna de ellas supone un valor en sí misma para el accionista. Es por esto por lo que se dice que el fin último y verdadera motivación de toda operación de F&A se traduce como la creación de valor para los accionistas y *stakeholders* de la empresa (Gutmann, 2013).

2.2.1 Motivaciones declaradas

Cuando hablamos de empresas públicas, este tipo de motivaciones se encuentran muy relacionadas con el fin último de la operación, que como ya hemos especificado se trata de la creación de valor para el accionista y los demás *stakeholders*. Esto se debe a que dependiendo del trabajo que haga la empresa para justificar la fusión o adquisición, el mercado reaccionará de manera positiva o negativa ante el anuncio de esta. En caso de

que la empresa haga un buen trabajo en este aspecto, la cotización de esta aumentará al conocerse las noticias de la operación. Por el contrario, si el mercado está poco convencido, la cotización de la empresa compradora se verá perjudicada (Gutmann, 2013).

- **Beneficio para el accionista**

A pesar de que como ya hemos dicho, la creación de valor para todos los stakeholders es el objetivo principal en una operación de este estilo, el beneficio los accionistas es especialmente relevante. Este beneficio para el accionista se refiere al aumento del valor de mercado de la compañía. El aumento del valor de mercado puede ser causado, por ejemplo, por un aumento de los propios beneficios de la empresa. Este aumento de los beneficios, a su vez, es provocado por un aumento de los ingresos, una reducción de costes, incremento de la eficiencia, incremento de la cuota de mercado etc. (Motis, 2007). La principal forma de medir este incremento del valor de mercado de la compañía tras una fusión o adquisición es mediante los Retornos Anormales Acumulados, los cuales analizaremos más adelante.

- **Crecimiento**

Una de las principales razones por las cuales las empresas buscan adquirir o fusionarse es crecer. La empresa tiene dos principales formas de crecer: orgánicamente o a través de la compra de otras empresas. El crecimiento orgánico se basa en el desarrollo de nuevos productos o la expansión de la empresa a nuevos mercados. El problema con este tipo de crecimiento es que no es del todo sencillo y lleva un tiempo considerable. Por otro lado, la adquisición de otra empresa es un método bastante más rápido y fácil que el anterior. Basta con contratar a un banco de inversión, comprar otra empresa y crecer instantáneamente.

Las adquisiciones son una forma de expandirse a nuevas regiones y mercados más rápidamente que tus competidores y por lo tanto ganar cuota de mercado (Gaughan, 2007). A través del crecimiento, las empresas mejoran su situación competitiva dentro del mercado y por lo tanto generan un mayor valor para los accionistas. A través del incremento de poder en el mercado, las empresas generarán valor (Devos et al, 2009).

El crecimiento de las empresas está visto de forma muy positiva en los mercados, de manera que suelen estar mejor valoradas y tener mayor interés por parte de los inversores. Las empresas que no crecen están vistas como aburridas y son ignoradas por estos.

En cuanto a empresas privadas, los directores reciben mayor remuneración por hacerse cargo de empresas con un mayor tamaño y los inversores tienen mayor posibilidad de incrementar su rentabilidad a través de la venta de la compañía o una OPV (Oferta Pública de Venta).

Este crecimiento únicamente creará valor para los accionistas en caso de que la empresa sea capaz de obtener una rentabilidad sobre el capital invertido que sea mayor que el propio coste medio de capital de esta. Es decir, que el *RONIC (Return On New Invested Capital)* sea mayor que el *WACC (Weighted Average Cost Of Capital)* de la propia empresa. En caso de que la empresa obtuviera un beneficio económico negativo del crecimiento, se estaría destruyendo valor (Svensson y Ekholm, 2009).

- **Sinergias**

Otra de las razones más importantes, sino la más, que las empresas utilizan para justificar las fusiones son las sinergias. Según Gutmann (2013), las sinergias se dan cuando dos más dos son igual a cinco. En otras palabras, se puede decir que existen sinergias si el comprador y vendedor conjuntos valen más de lo que valdrían de forma separada. Encontramos dos principales tipos de sinergias:

Sinergias operativas:

Existen dos tipos diferentes de sinergias operativas: sinergias de ingresos y sinergias de costes. Las sinergias de costes se refieren a la capacidad de las dos empresas ya fusionadas de reducir costes debido a la consolidación de sus operaciones. Este tipo de sinergias se pueden conseguir a través de acciones como el establecimiento de unos únicos *headquarters*, prescindir de determinados directivos, el cierre de instalaciones o tiendas redundantes etc. Además, dentro de las sinergias de costes encontramos las economías de escala y economías de alcance. Las economías de escala reducen el coste medio de producción a medida que el número de operaciones en la empresa aumenta. Una empresa con altos costes fijos reducirá el coste medio por unidad a medida que el número de unidades producidas aumente.

Por otro lado, tenemos las sinergias de ingresos. Este tipo de sinergias se refieren a la capacidad de las dos empresas fusionadas de obtener unos ingresos mayores que los ingresos que hubiesen obtenido operando cada una por su cuenta. Esto ocurre por ejemplo con la venta de sus productos a los consumidores de la empresa adquirida y viceversa, con la utilización del nombre y la marca de la otra empresa, con la subida de precios en caso de que la compañía adquirida fuese un competidor directo etc. (Svensson y Ekholm, 2009).

Gutmann (2013) nos dice también que a pesar de lo sencillo que puede llegar a sonar, la consecución de las sinergias es mucho más difícil en la práctica que en la teoría. Si las sinergias de costes son ya muy complejas de conseguir, las sinergias de ingresos aún más. En multitud de ocasiones se obtienen sinergias de costes negativas debido a los costes de integración y reestructuración. Además, es muy común que las empresas pierdan consumidores durante el proceso de integración y por lo tanto no sea posible la venta cruzada ni la cooperación entre ambas marcas.

Las sinergias operativas son mucho más eficientes cuando hablamos de fusiones horizontales. Walker (2000) comparó las fusiones horizontales con las verticales llegando a la conclusión de que las fusiones horizontales creaban más valor. También Shahrur (2005) llevó a cabo un estudio del rendimiento de las fusiones horizontales en el cual llegó a la conclusión de que este era significativamente positivo.

Sinergias financieras:

Cuando hablamos de sinergias financieras hablamos del efecto que tiene la adquisición sobre el WACC de la empresa compradora. En caso de que se unan dos empresas cuyos flujos de caja no están perfectamente correlacionados, se estarán reduciendo riesgos. Si la fusión reduce el riesgo y la volatilidad de los futuros flujos de caja, los inversores verán invertir en la empresa como algo menos arriesgado y pedirán un retorno menor por sus participaciones (Svensson y Ekholm, 2009).

La diversificación en una adquisición reduce el riesgo de bancarrota. Una fusión de este estilo puede incrementar la capacidad de endeudamiento de una compañía y por lo tanto incrementar también el valor de mercado de la nueva entidad. Sin embargo, los flujos de caja que no presentan ninguna correlación se encuentran normalmente en operaciones en las cuales se busca la diversificación. Las operaciones que tienen como objetivo la

diversificación o formación de conglomerados han demostrado a lo largo de los años que tienen una relación inversa con la creación de valor en las fusiones y adquisiciones (Halpern, 1982).

Otro de los motivos por el cual las sinergias financieras pueden llegar a crear valor en una fusión o adquisición son las economías de escala. Las grandes compañías tienen menores costes a la hora de recaudar capital. Esto se debe en parte a que las empresas más grandes son consideradas más seguras y el coste de emisión de bonos es más barato. Además, esta misma idea se puede aplicar también a la emisión de deuda. Las empresas más grandes deberán tener una mayor facilidad para emitir grandes cantidades de deuda ya que los costes de emisión se reparten sobre una mayor cantidad (Gaughan, 2007).

Por último, se puede dar el caso también en el cual se juntan dos empresas en la que una empresa tiene exceso de efectivo, pero pocas oportunidades de crecimiento y la otra tiene proyectos de elevado rendimiento, pero no el efectivo suficiente para llevar estos a cabo.

Según (Gaughan, 2007), el valor de una adquisición puede ser medido como el Valor Neto de la Adquisición:

$$\mathbf{VN = Valor (AB) - (Valor (A) + Valor (B)) - P - E}$$

Donde:

VN = Valor Neto de la Adquisición

Valor (AB) = Valor de la nueva firma

Valor (A) = Valor de la empresa compradora

Valor (B) = Valor de la empresa adquirida

P = Premium pagado por B

E = Gastos de la adquisición

Si reorganizamos los elementos de la ecuación, podemos destacar el efecto de las sinergias y el premium pagado.

$$\mathbf{VN = (Valor (AB) - (Valor (A) + Valor(B)) - (P + E))}$$

Donde:

$$\mathbf{(Valor (AB) - (Valor (A) + Valor(B)) = Sinergias}$$

$(P + E) = \text{Premium pagado por B} + \text{Gastos de la adquisición}$

Siempre que el primero de estos términos sea mayor que el segundo se podrá justificar la adquisición en base a las sinergias. En caso de que el segundo de los términos sea mayor que el primero, entonces la compañía “A” habrá pagado de más por la adquisición de “B”. Es por esto por lo que el valor de una adquisición depende principalmente de en qué medida las sinergias futuras vayan a ser capaces de compensar los costes de esta (Gaughan, 2007).

- **Empresas Infravaloradas**

Según Gutmann (2013) la valoración de la empresa adquirida es también una de las razones más significativas a la hora de llevar a cabo una de estas operaciones. En multitud de ocasiones se realiza una adquisición debido a la sensación que tiene la empresa compradora de que la empresa objetivo está infravalorada y que por lo tanto se trata de una adquisición rentable. No obstante, encontrar compañías que estén infravaloradas no es algo sencillo. Se considerará que una empresa está infravalorada cuando el precio pagado por la adquisición de la empresa es inferior al coste de reemplazar todos los activos de esta.

Por otro lado, también puede surgir un interés de compra por parte de una empresa si ve que otra se encuentra en una industria más atractiva, con mayor crecimiento y con mayores múltiplos. Cuando esto ocurre, lo que la empresa compradora espera es que el mercado empiece a valorar la nueva empresa como valoraba a la empresa target antes de ser adquirida (Gutmann, 2013).

2.2.2 Motivaciones no declaradas

Aunque las motivaciones declaradas juegan un papel crucial a la hora de tomar la decisión de llevar a cabo una adquisición, son realmente las motivaciones no declaradas aquellas que el CEO (*Chief Executive Officer*) de la empresa compradora acaba teniendo más en cuenta.

- **Competidores**

La eliminación de competidores es uno de los factores que más en cuenta se tiene a la hora de llevar a cabo una adquisición. Al llevar a cabo la adquisición de una entidad competidora te deshaces de una empresa que acapara parte del público objetivo, lo que

supone un aumento de la cuota de mercado. “Si nos fijamos en la industria aeronáutica, en la cual se ha producido una gran consolidación durante los últimos años, podemos ver como cada transacción es justificada por el comprador como una forma de expandirse y mejorar el servicio a los clientes gracias a las economías de escala. Sin embargo, la verdadera razón para fusionarse o adquirir otra empresa de este estilo es eliminar un competidor y poder subir las tarifas o precios de billetes” (Gutmann, 2013, p. 297).

Por otro lado, la adquisición de una empresa puede ser también una maniobra defensiva. En ocasiones se llevan a cabo adquisiciones con el objetivo de prevenir que otro competidor adquiera la empresa objetivo. De esta forma evitas que la empresa competidora adquiera alguna pieza clave o bien obtenga una posición demasiado ventajosa respecto de consumidores o proveedores.

- **Orgullo y beneficio de la dirección**

Por último, y probablemente la más importante de todas las razones no declaradas, tenemos el orgullo y beneficio de la dirección. Con esto me refiero principalmente a la cuenta corriente y el ego del CEO de la compañía que va a realizar la adquisición.

Este motivo fue estudiado mediante la teoría de la ineficiencia dentro de la empresa, también conocida como “*X-inefficiency*” y analizada por Leibenstein en 1966. Esta teoría señala la diferencia que existe entre el comportamiento eficiente de una empresa desde un punto de vista teórico, y lo que ocurre en la realidad. La principal causa de esta diferencia es la separación existente entre accionistas (verdaderos dueños de la empresa) y los directores (los que llevan el control de la empresa). Este problema se debe a que son los directores aquellos que toman las decisiones que afectan a la eficiencia de la empresa. Estas decisiones, pueden tener objetivos diferentes a la maximización de valor de la compañía. Cuanto más grande sea la compañía, más dinero ganarán el CEO y los demás directivos y más prestigio tendrán a la vista del público (Leibenstein, 1966).

Todo esto está muy relacionado con la teoría del principal-agente en la cual se estudian los conflictos entre accionistas y directivos cuando no existe buen intercambio de información entre ellos.

Según (Halpern, 1982), las adquisiciones en las cuales la dirección busca únicamente construir un gran imperio no crean un beneficio económico que pueda ser dividido entre las compañías involucradas en la transacción. Debido a los costes de negociación y los

problemas que surjan a la hora de coordinar una firma más grande, lo más probable es que se dé una pérdida económica neta. Cualquier beneficio que se puedan llevar los accionistas de la empresa adquirida serán contrarrestados por las pérdidas de los accionistas de la empresa compradora.

Otros motivos

Aparte de los mencionados anteriormente, existen multitud de motivos por los cuales se podrían llevar a cabo una fusión o adquisición. Estos, aunque tengan una relevancia menor, siguen siendo cruciales a la hora de tomar una decisión de ese estilo. En el siguiente cuadro, podemos observar un resumen realizado por el Instituto de estudios económicos en el cual se aprecian los motivos más y menos rentables y más y menos relevantes a la hora de llevar a cabo una fusión o adquisición (González, 2007).

FIGURA III Motivos más y menos rentables y más y menos comunes para comprar y vender

<p>Motivos más rentables para comprar:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Creación de valor para el accionista - Mejorar la gestión de la empresa adquirida - Aumentar la rentabilidad - Búsqueda de productos y servicios complementarios 	<p>Motivos más rentables para vender:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Creación de valor para el accionista - Concentrarse en la actividad principal - Efectuar un alineamiento estratégico - Abandonar actividades maduras
<p>Motivos menos rentables para comprar:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Motivos personales de la dirección - Dilución de la participación de algún accionista - Motivos personales - Necesidad de dimensionar la plantilla 	<p>Motivos menos rentables para vender:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Demanda de liquidez por parte de los accionistas - Dificultades sucesorias - Dificultades laborales - Necesidad de recursos para financiar pérdidas
<p>Motivos más comunes para comprar:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Perseguir el liderazgo del sector - Crear valor para el accionista - Aumentar la cuota de mercado - Obtener sinergias productivas - Aumentar la rentabilidad 	<p>Motivos más comunes para vender:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Concentrarse en la actividad principal - Crear valor para el accionista - Efectuar un alineamiento estratégico - Obtener financiación para nuevos proyectos - Motivos fiscales
<p>Motivos menos comunes para comprar:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dilución de la participación de algún accionista no deseado - Motivos personales - Defensa ante posibles adquisiciones hostiles - Invertir el exceso de liquidez 	<p>Motivos menos comunes para vender:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dificultades sucesorias - Demanda de liquidez por los accionistas - Dificultades laborales - Dificultades transitorias de liquidez - Disparidad de intereses y objetivos

Fuente: González, 2007.

3. LA CREACIÓN DE VALOR

3.1 El Valor

Cuando hablamos de valor, hablamos de la dimensión de medición en una economía de mercado. Todo aquel que invierte, espera que, al vender, el valor de su inversión haya crecido lo suficiente por encima de sus costes, de manera que quede compensado el riesgo que ha asumido. Esto vale para todo tipo de inversiones, desde cuentas corrientes, bonos, derivados o acciones. Es por ello por lo que, en una economía de mercado, las empresas son juzgadas por su capacidad de crear valor para los accionistas y la cantidad de valor que crean para estos (Koller et al, 2005).

3.2 La creación de valor

“Conjunto de actividades que aumentan el valor para los accionistas y demás stakeholders de la empresa, incrementando la rentabilidad sobre el capital invertido, así como el de los bienes o el de los servicios para los consumidores. En la actualidad se asume que los objetivos de maximización del beneficio o del dividendo han sido sustituidos por el objetivo único y más general de creación de valor para el accionista y para los demás grupos de interés, única garantía de sostenibilidad para la empresa” (Expansión, 2018)

Según (Fernández, 2005), las fusiones y adquisiciones son una decisión de inversión desde el punto de vista financiero de las empresas. Se trata de operaciones cuya valoración depende de un conjunto de hipótesis sobre la generación futura de flujos de caja y sobre su riesgo, y de la cual se espera extraer mayor valor que sus propietarios actuales. No existe una forma concreta para hacer que las fusiones y adquisiciones de empresas se conviertan en un éxito, pero detrás de aquellas que lo consiguen hay una lógica de creación de valor y de sinergias (Mascareñas, 2011).

Las empresas que tienen como objetivo la creación de valor ayudan a construir economías más sanas y fuertes, aumentan el nivel de vida y dan más oportunidades a los individuos. Cuando hablamos de creación de valor en las fusiones y adquisiciones, la primera pregunta que nos viene a la cabeza es cuando, como y para quien se crea este valor. El conflicto normalmente surge en si el valor debe ser creado para los accionistas o para todos los *stakeholders* (empleados, responsabilidad social, medio ambiente etc.). Los marcos legales tanto en Estado Unidos como en España establecen claramente que los accionistas son los verdaderos dueños de la compañía y que los directores son los

representantes que han sido elegidos. Por lo tanto, el objetivo principal de la empresa deberá ser la maximización de valor para los accionistas (Koller et al, 2005).

Koller et al (2005) dicen también que la creación de valor para accionistas y *stakeholders* puede ser perfectamente complementaria. Las empresas que maximizan el valor para sus accionistas crean más empleo a largo plazo, tratan mejor a sus empleados y dan una mayor satisfacción a sus clientes. Si ponemos como ejemplo a los empleados de la empresa, hoy en día es cada vez más y más importante el capital humano. Por lo tanto, no perseguir también la creación de valor para estos y tratar únicamente de incrementar los beneficios sin tener en cuenta sus intereses, tendrá un efecto negativo sobre la empresa a largo plazo. Lo mismo ocurrirá con la responsabilidad social y el medio ambiente, las cuales cada vez juegan un papel más importante en el mundo empresarial.

(Hillman y Keim, 2001) afirman también que la construcción de buenas relaciones con los principales stakeholders de la empresa pueden convertirse en activos intangibles que acaben otorgando a estas ciertas ventajas competitivas.

- El principio de creación de valor:

El principio más básico de la creación de valor es conocido como la conservación de valor. Este principio dice que todo aquello que no incremente los flujos de caja de la empresa, no estará creando valor.

Según Koller et al (2010) este principio es especialmente importante cuando hablamos de adquisiciones que son llevadas a cabo mediante un pago a través de acciones. El valor se dice que es conservado cuando una compañía cambia el derecho de propiedad de los flujos de caja, pero no cambia el total de los flujos de caja disponibles. Es decir, si una empresa sustituye cierta cantidad de capital por deuda o asume nueva deuda para recomprar acciones, estará conservando valor. El problema viene cuando los directivos piensan que una determinada estructura de capital hará de una adquisición un éxito. Por ejemplo, cuando se emiten ciertas opciones en acciones, estas reducen el flujo de caja disponible para los accionistas cuando son ejercitadas y por lo tanto el valor no estará siendo conservado.

“Las empresas crean valor invirtiendo el capital recaudado de los inversores en generar flujos de caja a futuro a una tasa de rentabilidad mayor que el coste de capital. Cuanto más rápido aumenten sus ingresos las compañías y sean capaces de invertir más capital

con tasas de rentabilidad atractivas, más valor estarán creando. La combinación de crecimiento y el retorno del capital invertido (ROIC) son realmente lo que crea valor” (Koller et al, 2010, p. 26).

3.3 Estrategias de creación de valor

Existen varios tipos de estrategias a través de las cuales se puede generar valor en una fusión o adquisición. Entre estas se pueden destacar cinco, las cuales han demostrado tener una mayor eficacia a lo largo de la historia. Normalmente, si la estrategia de una empresa compradora no se encuentra entre una de estas cinco, raramente creará valor. (Koller et al, 2010). Entre estas cinco estrategias se encuentran:

1) Mejora del rendimiento de la empresa adquirida: Se trata de una de las estrategias más comunes a la hora de crear valor mediante una adquisición. Esta estrategia se basa en la reducción radical de costes y aumento de los ingresos de la compañía adquirida con el objetivo de mejorar los márgenes e incrementar los flujos de caja. Se trata de una estrategia muy utilizada entre las empresas de capital riesgo.

2) Consolidación para reducir la capacidad de la industria: A medida que las industrias crecen se va produciendo un exceso de capacidad en estas. Esto se debe a que aparte de que las empresas existentes dentro de la empresa están constantemente tratando de aumentar sus niveles de producción, la entrada de nuevos competidores supone también un aumento de capacidad, llegando así hasta el punto en el que la oferta de la industria supera a la demanda de esta. De esta forma las empresas tratan de consolidarse para deshacerse de aquellas partes de la empresa que consideren menos productivas, y quedarse con una compañía más pequeña pero mucho más eficiente.

3) Acelerar el acceso a nuevos productos: Ocurre en muchas ocasiones que empresas pequeñas con productos innovadores no son capaces de llegar a ofrecer estos productos a la totalidad del mercado. En estos casos suelen ser empresas más grandes y con un mayor alcance las que adquieren las empresas pequeñas de tal manera que aceleran el crecimiento de ventas de estas gracias a su capacidad de venta. En algunas ocasiones la empresa adquirida influye también en el crecimiento de las ventas de la compradora. Trabajando juntas son capaces de llevar sus productos a nuevos mercados de una forma mucho más sencilla.

4) Obtener determinadas tecnologías y capacidades a un coste más bajo y de una forma más rápida: en muchas ocasiones las adquisiciones son utilizadas para obtener ciertas habilidades de la empresa adquirida las cuales serían mucho más costosas de conseguir mediante su desarrollo dentro de la empresa.

5) Seleccionar empresas con un futuro prometedor y apoyarlas en el desarrollo de su negocio: esta estrategia se basa en adquirir empresas en los inicios del ciclo de vida de sus productos o industrias antes de que otras empresas se enteren del potencial de estas. Este tipo de estrategias son arriesgadas ya que se requiere de mucha paciencia, capacidad de hacer grandes inversiones y una gran flexibilidad ya que muchas de estas inversiones acaban fracasando.

6) Compra barata: por último, la estrategia de la compra barata se basa en adquirir una empresa por un precio menor a su valor intrínseco. Sin embargo, las posibilidades de crear valor mediante esta estrategia son bastante reducidas. Este tipo de estrategias solo funcionan satisfactoriamente cuando hablamos de empresas en industrias cíclicas. De esta forma se deberá adquirir la empresa cuando el ciclo de la industria se encuentre en el punto más bajo y por lo tanto el precio sea menor que el valor intrínseco de estas, y venderlas en lo alto del ciclo cuando esta relación ya se haya revertido. El verdadero problema se encuentra con el pago de las primas, ya que suelen ser muy estables y rondar el 30% sobre el valor intrínseco de las compañías.

3.4 ¿Cuándo crean valor las fusiones y adquisiciones?

Los accionistas de las empresas adquiridas reciben de media un 25% de prima en una adquisición amistosa y un 35% en los casos de adquisiciones hostiles. Esta prima es la cantidad que la empresa compradora paga por encima del precio que sería considerado justo con la intención de convencer a los accionistas de la empresa vendedora de llevar a cabo la operación y librarse de los demás compradores que les puedan estar haciendo competencia. De esta forma, la prima pagada por los compradores supone un retorno importante para los accionistas de la empresa vendedora. Sin embargo, los accionistas de las empresas compradoras, de media no obtienen un retorno estadísticamente muy diferente a cero (Copeland et al, 2000).

También Copeland et al (2000) concluyen que existen diferentes factores que determinan si una fusión o adquisición crea valor o no lo hace. En primer lugar, únicamente se creará

valor si la operación sirve como detonante de numerosas e importantes sinergias para la empresa compradora. Estas sinergias deben fortalecer el negocio principal de la empresa, reducir costes mediante las economías de escala y beneficiar la tecnología y diferentes habilidades de la empresa. Si esto no ocurre, serán únicamente los accionistas de la empresa vendedora aquellos que reciban el valor creado mediante la operación a través de la prima pagada por los compradores. En segundo lugar, aquellas empresas compradoras que pagan las menores primas (normalmente inferiores al 10%) son las que más posibilidades tienen de que sus acciones se vean positivamente afectadas tras el anuncio de la adquisición. Esto ocurre de la misma manera para aquellas empresas que adquieren subsidiarias o divisiones en lugar de adquirir grandes empresas públicas. Esto se debe principalmente a la menor complejidad que tiene para una empresa la integración de una nueva división o subsidiaria comparado con la integración de una compañía en su totalidad. Por último, las adquisiciones llevadas a cabo por aquellas compañías que están bien dirigidas suelen tener un mejor efecto sobre las acciones que aquellas adquisiciones llevadas a cabo por empresas peor operadas o dirigidas. Al hablar de empresas mal dirigidas nos referimos a aquellas que durante los cinco últimos años han tenido un retorno de capital inferior al de sus respectivas industrias.

Además de los factores mencionados anteriormente, existen también otra serie de principios no relacionados con las sinergias o economías de escala que pueden suponer el éxito de una fusión o adquisición. Entre ellos encontramos: nuevas estrategias operativas más innovadoras, incentivos generosos para los directivos clave, relación directa entre la remuneración a los directivos y los flujos de caja generados después de la adquisición y dinamismo en las relaciones entre propietarios, directivos, trabajadores etc. (Goldberg y Godwin, 2001).

Según un estudio llevado a cabo por el Centro de Liderazgo Corporativo de McKinsey basado en el análisis de 116 adquisiciones en Estados Unidos y Reino Unido, el 61% de estas terminaron siendo fallidas, siendo consideradas exitosas aquellas adquisiciones que consiguieron un retorno igual o superior a su coste de capital durante los 6 primeros años. El porcentaje de éxito para las empresas adquirientes de grandes negocios y poco relacionados fue solamente del 14% mientras. De aquellas adquisiciones que fueron exitosas el 92% se trataban de negocios como decíamos antes bien dirigidos.

Según Goldberg y Godwin (2001) los principales pasos que se deben de seguir para que una adquisición sea exitosa son: en primer lugar, analizar de qué manera la adquisición puede aportar valor a la empresa. En segundo lugar, buscar, identificar y seleccionar candidatos de compra para posteriormente en tercer lugar seleccionar los mejores candidatos, en cuarto lugar contactar y negociar con ellos y por último llevar a cabo una buena integración y negociación tras la adquisición.

3.5 La destrucción de valor

No todas las fusiones y adquisiciones crean valor, es más, varias fuentes de investigación financiera afirman que la mayoría de las fusiones y adquisiciones destruyen valor para la empresa compradora a largo plazo (Gutmann, 2013).

Ejecutar una transacción de este estilo no es algo sencillo. Este tipo de operaciones pueden destruir valor por múltiples motivos, de los cuales la mayoría están relacionados con la prima que la empresa compradora paga por la adquisición de la empresa adquirida. Esta prima es el precio por encima del valor de las acciones de la empresa objetivo que la empresa compradora debe pagar para adquirirla. El premium suele estar entre el 20% y el 40% por encima del precio de las acciones.

Siguiendo a este mismo autor, para poder contrarrestar esta prima pagada por la adquisición de la empresa objetivo, y que por lo tanto la operación pueda llegar a crear valor, es necesario que gracias a la adquisición se mejore el rendimiento de las dos empresas en conjunto y se lleguen a aprovechar las sinergias de una manera eficiente. La mayoría de las veces esto no sucede, e incluso en ocasiones, se llegan a dar sinergias negativas debido a la pérdida de clientes y empleados importantes. Esto sucede por diversos problemas de integración y diferencias culturales entre las dos compañías.

Además, los costes de integración como pueden indemnizaciones por despidos de empleados, terminaciones de contratos arrendatarios, integración de sistemas tecnológicos etc. suelen ser menospreciados por la compañía.

En la mayoría de las fusiones y adquisiciones, el comprador nunca podrá conseguir un aumento de valor tal que pueda contrarrestar el premium pagado por la empresa objetivo. Esto se debe principalmente al hecho de tener en cuenta el impacto del valor actual. La prima por la adquisición es pagada en el momento y los costes de reestructuración e integración suelen ser todos a corto plazo. Por lo tanto, en términos de valor presente, el

impacto negativo es especialmente grande. Además, en caso de que se aparezcan sinergias, estas suelen conseguirse en el largo plazo, y por lo tanto no tendrán efecto positivo sobre el valor presente de la compañía a corto plazo (Gutmann, 2013).

4. MEDICIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR

La creación de valor en una fusión o adquisición puede ser explicada mediante el principio de conservación de valor comentado anteriormente. Una adquisición creará valor siempre y cuando los flujos de caja de la nueva compañía en conjunto sean mayores de lo que lo serían si no hubiese ocurrido la adquisición. La forma más básica para medir esta creación de valor viene dada por la diferencia entre el valor recibido por los accionistas de la empresa compradora y el precio pagado (Koller et al, 2010):

- Valor creado para la empresa compradora = Valor recibido – Precio pagado

El valor recibido por los accionistas compradores será igual al valor intrínseco de la compañía adquirida dirigida por su actual directiva más el valor presente de cualquier expectativa de mejora que esta pueda llegar a tener en un futuro. Esta mejora tendrá repercusión sobre los flujos de caja futuros de la compañía en conjunto. El precio pagado tendrá en cuenta el valor de mercado de la compañía más cualquier tipo de prima que se haya pagado para adquirirla (Koller et al, 2010):

- Valor creado para la empresa compradora = (Valor intrínseco de la empresa adquirida + Expectativas de mejora) – (Valor de mercado de la compañía adquirida + Prima pagada)

En caso de que el valor intrínseco de la compañía adquirida sea igual al valor de mercado de esta, el valor generado para los accionistas de la empresa compradora será igual a la diferencia entre las expectativas de mejora y la prima pagada:

- Valor creado para la empresa compradora = Expectativas de mejora – Prima pagada

4.1 Modelos de decisión

Como hemos comentado anteriormente, muchas fusiones y adquisiciones se llevan a cabo con el objetivo de crear valor para los accionistas únicamente. Sin embargo, muchas de ellas no lo consiguen. Es por esto por lo que muchos autores coinciden en que aparte del valor creado para los accionistas, a la hora de determinar si una fusión o adquisición tiene o no sentido, es necesario analizarlas desde diferentes perspectivas. Es necesario darse cuenta de si la operación supone también una adición de valor económico para la compañía. De esta forma, existen diferentes métodos, enfoques y modelos de decisión

que pueden ser utilizados a la hora de determinar si una operación de este tipo tiene sentido (Goldberg y Godwin, 2001).

Siguiendo las teorías de estos dos autores, existen dos tipos diferentes de modelos de decisión corporativa, entre los que se encuentran el modelo de los accionistas o *shareholder model* y el modelo de las partes interesadas o *stakeholder model*. Por un lado, el modelo de los accionistas asume que el objetivo principal de las acciones llevadas a cabo por compañía es la maximización de la riqueza de los accionistas. Por otro, el modelo de las partes interesadas, utilizado con más frecuencia en Europa continental y en Japón, asume que además de la maximización de la riqueza de los accionistas, a través de las acciones de la compañía se debe también satisfacer los intereses de las partes interesadas de la empresa como pueden ser empleados, deudores y la sociedad en general.

Durante los años 80, el modelo de los accionistas ganó verdadera importancia debido a una serie de factores. Según Copeland et al (2000), se trata de 4 factores clave:

FIGURA IV Factores clave en el aumento de la importancia del modelo de accionistas:

- Mercado facilitador del control corporativo.
- Remuneración a través de capital.
- Titularidad generalizada del capital.
- Posible insolvencia de los sistemas de seguridad social.

Fuente: Copeland et al, 2000.

En primer lugar, tenemos la aparición de un mercado facilitador del control corporativo en 1980. El mercado facilitador del control corporativo se basa en el papel que tienen los mercados de capital a la hora de facilitar las adquisiciones. De esta forma se permitía a los directivos de las compañías ganar el control de otras mediante métodos como los *Leveraged Buyouts (LBO)*. En segundo lugar, tenemos el incremento de la remuneración a través de capital. El aumento de las compensaciones a los directivos basadas en el capital como las opciones supusieron una alineación de los objetivos de estos con los de los accionistas. En tercer lugar, la titularidad generalizada del capital dio una razón más para creer que el principal objetivo de las acciones corporativas debía ser el incremento de valor. Por último, otro de los factores clave fue la sensación de que los sistemas de

seguridad social, especialmente en Europa continental y Japón, iban camino de la insolvencia (Copelan et al, 2000).

4.2 Principales métodos de medición de valor

4.2.1 Rentabilidad para los accionistas (Retornos Anormales Acumulados)

La medición de valor creado mediante una fusión o una adquisición es una ciencia muy inexacta. Los típicos análisis de creación de valor se llevan a cabo mediante la comparación del precio de las acciones antes y después de que la operación haya sido realizada, utilizando la reacción de los inversores a corto plazo para estimar cuanto valor se espera que la operación cree. Uno de los principales beneficios de este método, es que proporciona una estimación de valor creado que no está influida por otras variables como adquisiciones que se realicen posteriormente o cambios en el liderazgo de la empresa (Rehm et al, 2012).

Para llevar a cabo este tipo de análisis y poder determinar concretamente el momento en el que la capitalización bursátil de la compañía refleja los efectos causados por la adquisición, es necesario tener en cuenta la eficiencia del mercado. (Ekholm y Svensson, 2009). De esta forma, en primer lugar, hay que revisar la teoría de los mercados eficientes.

4.2.1.1 La eficiencia del mercado

La teoría de los mercados eficientes dice que es imposible para un inversor vencer al mercado y obtener retornos anormales ya que la eficiencia del mercado hace que los precios de las acciones reflejen siempre toda la información disponible. (Fama, 1965) Fama (1965) introdujo el concepto de mercado eficiente y estableció tres distintos niveles de eficiencia de mercado: débil, intermedio y fuerte.

La información según Fama se puede dividir en tres tipos: información de precios históricos, información pública y toda la información. En caso de que estemos ante una eficiencia de mercado débil, los precios de las acciones reflejarán la información contenida en los precios históricos. Si hablamos de un mercado de eficiencia intermedia, los precios de las acciones se irán ajustando a través de la información pública. Por último, en un mercado fuertemente eficiente, los precios de las acciones reflejaran tan la información histórica como la pública. Lo cual significa que nadie es capaz de obtener retornos anormales. Ni siquiera el anuncio de una fusión o adquisición haría variar el

precio de las acciones ya que la noticia ya sería conocida y el precio ya lo reflejaría. (Ekholm y Svensson, 2009).

A la hora de llevar a cabo un estudio de la creación de valor, será necesario suponer un mercado de eficiencia intermedia alta ya que de esta forma los precios reaccionan de manera estable y sin desviarse a la nueva información del mercado.

4.2.1.2 Retornos Anormales Acumulados (CAR)

Si partimos de la base de que existe un mercado de eficiencia intermedia alta, se puede esperar que el precio de las acciones de una compañía se vaya ajustando dependiendo de las expectativas que los inversores tengan en la evolución y ganancias futuras de esta. Es por esto por lo que es importante cuantificar los retornos anormales provocados por una operación de fusión o adquisición tanto antes como después de que esta ocurra (Apellániz, 1996).

Para ello podemos utilizar los retornos anormales acumulados (CAR). Esta teoría fue desarrollada por Fama (1970) para estudiar el comportamiento del mercado de capitales ante los anuncios de dividendos. Conocida también como el estudio de sucesos, calcula los retornos anormales causados por una fusión o adquisición mediante el cálculo previo de aquellos retornos que serían considerados normales.

Varios estudios han sido llevados a cabo en relación con la creación de valor utilizando el método de retornos anormales acumulados. Muchos de ellos basan sus estudios en el valor creado para los accionistas de las empresas objetivo, centrándose en si el hecho de pertenecer a una empresa de mayor tamaño supone una mejora o incremento de la rentabilidad de los accionistas de estas empresas o si, por el contrario, afectan de manera negativa a dichos retornos. La mayoría de estos estudios, llegan a la conclusión de que el impacto de estas operaciones afecta de manera positiva a la rentabilidad de los accionistas de las empresas objetivo, suponiendo retornos anormales significativos durante las fechas próximas a la operación o el anuncio de esta (Apellániz, 1996).

Estudios relevantes acerca de la rentabilidad para los accionistas de las empresas objetivo incluyen el realizado por Mandelker (1974) en el que concluye que las empresas objetivo obtienen retornos anormales durante los seis meses previos a la realización de la operación. Por otro lado, Dodd (1980) se encargó de analizar 151 anuncios de adquisiciones en Estados Unidos, de los cuales únicamente 71 llegaron a llevarse a cabo.

Los precios de las acciones de las empresas objetivo crecieron levemente durante los días previos al anuncio de la operación. Sin embargo, únicamente las empresas objetivo de aquellas operaciones que terminaron llevándose a cabo obtuvieron retornos anormales positivos después del anuncio de estas. Para aquellas empresas en las cuales la operación fue cancelada debido a problemas durante la negociación, estos retornos fueron negativos.

Por otro lado, también han sido llevados a cabo numerosos estudios sobre la creación de valor para los accionistas de la empresa compradora en los que los resultados han sido bastante diferentes. Al contrario que las investigaciones descritas anteriormente, en las cuales se da evidencia empírica del efecto positivo que tienen las fusiones para los accionistas de las empresas objetivo, en las investigaciones relacionadas con el beneficio para los accionistas de las empresas compradoras, los resultados no son tan evidentes. Entre estas podemos destacar investigaciones como la llevada a cabo por Mandelker (1974) el cual concluye que las compañías adquirientes obtienen retornos anormales positivos durante los meses anteriores a la operación, y van disminuyendo hasta casi ser nulos durante los meses posteriores a esta. También Dodd (1980) estudia los rendimientos anormales de las empresas compradoras 40 días antes y después del anuncio de la operación, destacando la existencia de rentabilidades negativas en la fecha del anuncio de esta (Apellániz, 1996).

McKinsey&Company (2012) llevó a cabo también un estudio relacionado con los retornos anormales de las 1000 empresas financieras más relevantes que realizaron una adquisición durante los diez años anteriores a la fecha del estudio. A pesar de que son muchos los factores que influyen en los retornos anormales de una compañía, los datos obtenidos en el estudio sirven para comparar los resultados de las operaciones dependiendo de la forma en las que estas fueran llevadas a cabo. Los retornos anormales a largo plazo varían significativamente dependiendo del tipo y número de fusiones y la industria de la compañía. En la mayoría de las industrias, las compañías con las capacidades adecuadas pueden tener éxito a través de operaciones pequeñas. Sin embargo, cuando hablamos de operaciones más grandes, la estructura de industria tiene la misma influencia en el éxito de la operación que las capacidades de la compañía (Rehm et al, 2012).

Rehm et al (2012) llevan a cabo una clasificación de las diferentes clases de estrategias que las empresas utilizan dependiendo del número y tamaño de operaciones de F&A que estas realizan. Entre los diferentes tipos de estrategias podemos encontrar:

- Grandes operaciones: dentro de este grupo se encuentran aquellas empresas en las que se ha llevado a cabo por lo menos una operación por valor superior al 30% de la capitalización bursátil de la empresa objetivo.
- Selectiva: se trata de aquellas empresas que no llevan a cabo un gran número de operaciones, pero adquieren una parte notable de la capitalización bursátil.
- Programática: las empresas que realizan un gran número de operaciones y que además adquieren grandes porcentajes de capitalización bursátil de otras compañías se encuentran dentro de este grupo.
- Táctica: en este grupo encontramos a las empresas que cuentan con un gran número de operaciones realizadas, aunque por un porcentaje pequeño de la capitalización bursátil de las empresas adquiridas.
- Orgánica: por último, tenemos la estrategia orgánica, en la cual la empresa apenas lleva a cabo operaciones de F&A.

Como podemos observar mediante el siguiente cuadro, los retornos anormales para los accionistas y por lo tanto la creación de valor para estos varía considerablemente dependiendo del número de operaciones que la empresa realice, el tamaño de la operación y la industria en la que se encuentre.

FIGURA V Retornos anormales de las 1000 empresas financieras más relevantes revelan distintos patrones de llevar a cabo una operación

Media de retornos anormales para los accionistas de las 1000 empresas más relevantes del sector financiero a nivel global. Dic. 1999 – Dic. 2010

Estrategia	Industria							
	Consumo	Telecom.	Pharma	Tecnología	Retail	Materiales	Produccion	Seguros
Programática	4,2	4,5	3,1	-1,2	3,2	4,5	0,7	0,1
Selectiva	2	1,3	6,4	-2,6	2,5	-1,5	4,8	1,7
Táctica	0,4	0,7	N/A	1,2	2,6	-3	1,8	2,6
Grandes Op.	-2,8	-0,9	2	-6,7	3,8	-0,3	3,5	4
Orgánica	-4,2	N/A	N/A	-2	1,4	N/A	-5,2	9,8

Fuente: Rehm et al, 2012.

En la tabla observamos cómo los mayores retornos acumulados para los accionistas se encuentran en aquellas empresas que llevan a cabo un significativo número de operaciones de F&A. Además, podemos apreciar como los retornos están también muy relacionados con el tamaño de las operaciones, aunque no al mismo nivel que con la cantidad. En el caso de aquellas empresas que no llevan a cabo prácticamente ninguna operación, observamos como los retornos son prácticamente nulos y en ocasiones negativos.

4.2.1.3 El sentimiento del inversor

El estudio de la conducta de los inversores en el ámbito financiero ha ido adquiriendo relevancia con el paso de los años. Según las principales teorías, se espera que los inversores actúen de una manera plenamente racional. Sin embargo, cada vez está más claro que no se suelen comportar de esta manera. Muchas de las teorías coinciden en que el sentimiento del inversor, que está directamente relacionado con la evolución del precio de las acciones de una compañía a la hora de llevar a cabo una fusión o adquisición, está basado principalmente en la tendencia de estos a especular.

A pesar de que este método es uno de los más fiables y utilizados, también tiene sus desventajas. Basar la estimación en la reacción del mercado puede sesgar los resultados en el caso de las operaciones más grandes y no representarlos fielmente en el caso de las más pequeñas. Además, puede menospreciar también el valor creado en aquellas operaciones en las cuales el verdadero valor es creído a largo plazo (Rehm et al, 2012).

Esta metodología ha sido también criticada por diversos autores que sostienen que a partir de los CAR no es posible determinar el efecto que este tipo de operaciones tiene sobre la rentabilidad de los accionistas. Uno de los principales motivos es la diferencia de tamaño entre las empresas objetivo y las empresas adquirientes. “Si las empresas adquirientes son muy grandes en relación con las empresas objetivo de fusión, los CARs obtenidos en términos de porcentajes suelen ser muy pequeñas pero similares en términos absolutos” (Apellániz, 1996).

Es por esto por lo que existen otros métodos de medición de valor, a través de los cuales podemos identificar y medir el valor que se crea mediante una operación más a largo plazo.

Como hemos dicho antes, las empresas crean valor invirtiendo capital para generar flujos de caja futuros a una tasa de retorno mayor que su coste de capital.

Cuanto más rápido crezcan estas empresas e inviertan más capital a tasas de retorno superiores al coste de capital, más valor crearán. La combinación de crecimiento y *Return On Invested Capital (ROIC)*, en comparación con el coste de capital, será realmente lo que determine si una empresa crea valor o no lo hace. (Koller et al, 2010)

Es por esto por lo que, para poder determinar si una empresa crea valor tras llevar a cabo una fusión o adquisición, será necesario entender en primer lugar la relación que existe entre los flujos de caja de una empresa, el ROIC y el valor.

Existen también otros métodos como puede ser el Valor Económico Agregado (EVA), basados en el verdadero beneficio económico de una empresa y que también comentaremos más adelante.

4.2.2 Crecimiento Y ROIC

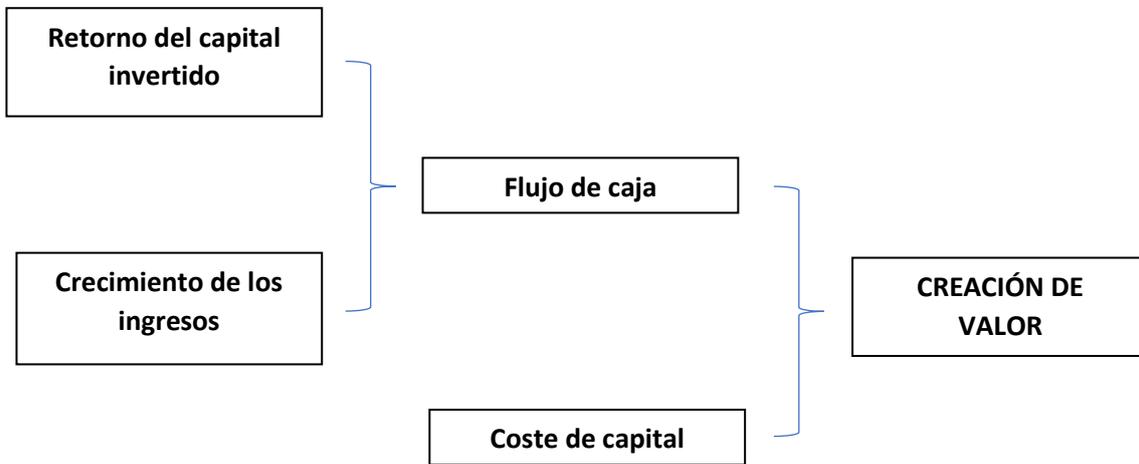
El crecimiento de los ingresos de una compañía junto a su ROIC determina realmente como estos ingresos son convertidos en flujos de caja. Esto significa que la capacidad de una empresa para generar valor está directamente relacionada con su ROIC, el crecimiento de sus ingresos y la capacidad de esta para mantenerlos en el tiempo (Koller et al, 2010).

El crecimiento puede que sea el alma de un negocio, pero no siempre es la manera más sostenible de crear valor. El ROIC por otro lado, en muchas ocasiones es igual o más importante y puede ser más fácil de sostener a largo plazo (Cao et al, 2006).

Habitualmente se tiende a identificar el crecimiento de los ingresos y la creación de valor como si fuesen lo mismo. Esto lleva a muchos directivos y empresarios a focalizar todos sus esfuerzos en incrementar los ingresos.

Sin embargo, aunque los ingresos y la generación de flujos de caja están muy relacionados, estos no son los únicos que afectan a la creación de valor, y, por lo tanto, prestar atención únicamente a esto, puede afectar de manera negativa a la generación de valor.

FIGURA VI Generación de valor



Fuente: Koller et al, 2010.

4.3.1 Relación entre ROIC, Crecimiento y Flujos de Caja

La descomposición del flujo de caja de una compañía en su ROIC y crecimiento de los ingresos puede ser muy útil a la hora de analizar el rendimiento económico de esta. Saber únicamente la variación del flujo de caja de una empresa no sirve realmente para darse cuenta de su rendimiento ya que dicha variación puede estar provocada por reducción del capital invertido, un aumento de los ingresos o incluso una disminución de los gastos en el departamento de marketing. Es por esto por lo que conocer concretamente el crecimiento de los ingresos de esta y su retorno sobre el capital invertido es bastante más útil a la hora de conocer el rendimiento económico de una compañía. Para ello, es posible comparar el crecimiento de una determinada compañía con el crecimiento de su respectiva industria o el de la propia economía al igual que se podría comparar su retorno sobre el capital invertido con el de empresas similares a la misma, su coste de capital o su retorno sobre el capital invertido a lo largo de la historia (Koller et al 2010).

El ROIC, crecimiento y flujos de caja de una compañía se encuentran estrechamente relacionados. Esta relación viene dada por la tasa de inversión, la cual se expresa matemáticamente a través de la siguiente fórmula:

- Tasa de inversión = Crecimiento / Retorno Sobre el Capital Invertido

De esta forma, al ser dependientes las unas de las otras, solo es necesario saber dos de las tres para conocer el rendimiento financiero de la empresa.

Para comprobar la relación existente entre el crecimiento y ROIC de una compañía con el valor de esta, Koller et al (2010) nos exponen un caso en el cual se puede comprobar como cambia el valor presente de los flujos de caja de esta dependiendo de su crecimiento y retorno sobre el capital invertido. Para ello se supone una empresa con ingresos de 100€ el primer año y coste de capital del 9%.

FIGURA VII Creación de valor mediante ROIC y Crecimiento

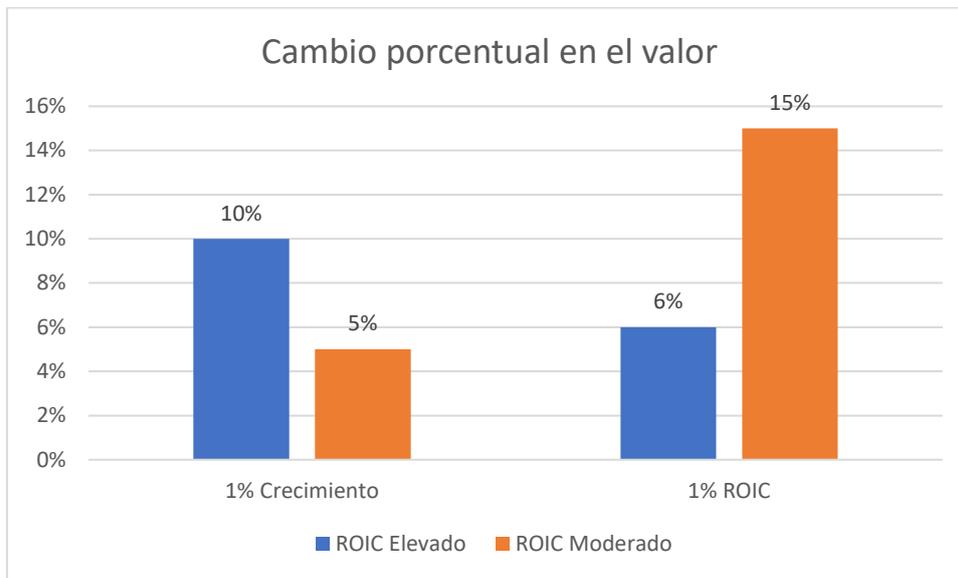
Crecimiento	3%	800	1100	1400	1600
	6%	600	1100	1600	2100
	9%	400	1100	1900	2700
		7%	9%	13%	25%
		ROIC			

Fuente: Koller et al, 2010.

Mediante este cuadro podemos comprobar como las diferentes combinaciones entre el crecimiento y ROIC de una empresa pueden resultar en un valor diferente de esta. Cada una de las celdas nos da un resultado diferente del valor presente de los flujos de caja futuros de la compañía. Podemos observar como para un nivel constante de crecimiento, el valor presente de los flujos de caja aumenta a medida que el ROIC también lo hace. En el caso del crecimiento, cuando la empresa cuenta con un alto retorno sobre el capital invertido, a medida que aumenta el crecimiento el valor también lo hace. Sin embargo, en caso de que el ROIC de la compañía sea inferior al coste de capital de esta, el crecimiento destruirá valor. De esta forma, el punto en el que el ROIC y el coste de capital de la empresa son iguales será el punto en el cual un mayor o menor crecimiento determinará el mayor o menor valor de la compañía.

Además, como podemos comprobar también mediante el siguiente cuadro, las compañías con un ROIC elevado, generan más valor mediante el incremento de su crecimiento que mediante un mayor retorno sobre el capital invertido. Por el contrario, aquellas compañías con un ROIC no tan elevado, generaran más valor mediante el incremento de su retorno sobre el capital invertido.

FIGURA VIII Incremento de valor: Impacto del crecimiento y ROIC



Fuente: Koller et al, 2010.

4.2.3 Valor económico añadido (EVA)

Como hemos comentado anteriormente, muchas de las adquisiciones que se llevan a cabo tienen como finalidad aumentar la riqueza de los accionistas. Sin embargo, existen múltiples autores que sostienen que el éxito de una adquisición no debería ser medido según dicho criterio, sino que depende en su totalidad del valor económico añadido a través de la adquisición, también conocido como EVA (*Economic Value Added*).

El EVA determina el valor creado mediante una fusión o adquisición mediante el descuento de los flujos de caja libres a su valor presente. El flujo de caja libre o *free cash Flow (FCF)* se trata de la caja disponible de la empresa para ser reinvertida o distribuida entre los inversores de capital de esta (Goldberg y Godwin, 2001).

A la hora de calcular el valor económico añadido en una transacción se tienen en cuenta el beneficio operativo de la empresa, así como el coste de oportunidad del capital empleado en la adquisición o inversión. Se trata de un verdadero estimador del beneficio económico de la compañía o de la cantidad en la que los ingresos de esta sobrepasan o no el mínimo retorno requerido por los inversores a la hora de llevar a cabo una adquisición (Goldberg y Godwin, 2001).

Cálculo:

A la hora de calcular el EVA es necesario tener claro tres conceptos:

1) En un primer lugar el EVA tiene en cuenta el Beneficio Operativo Antes de Impuestos, también conocido como NOPAT. Este representa el beneficio neto operativo de la empresa después de impuestos y puede ser calculado de la siguiente manera:

$$- \text{NOPAT} = \text{EBIT} * (1 - T)$$

Siendo:

EBIT = Beneficio antes de intereses e impuestos

T = Tasa impositiva

2) A la hora de llevar a cabo el cálculo del EVA es necesario también tener en cuenta el capital invertido de la compañía. Para estimar el capital invertido por la compañía no es suficiente con determinar el valor de mercado de esta ya que este valor aparte de darnos el capital invertido en activos nos da también el capital invertido en el crecimiento a futuro de la compañía. Es por esto que es necesario llevar a cabo una serie de ajustes para poder utilizarlo a la hora de llevar a cabo nuestro cálculo. Estos ajustes incluyen la conversión de los arrendamientos financieros a deuda, la capitalización de I+D (Investigación y Desarrollo) y la eliminación de los gastos extraordinarios (O'byrne, 1996).

3) Por último se ha de tener en cuenta también el coste de capital de la empresa. El coste de capital debe ser estimado teniendo en cuenta el valor de mercado de la deuda y capital de la empresa. Para calcular el coste de capital se utilizará el *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

La fórmula para calcular el CAPM es la siguiente:

$$- E(ri) = r_f + B * (E(r_m) - r_f)$$

Siendo:

E(ri) = Rentabilidad esperada en de un activo concreto

R_f = Rentabilidad de un activo sin riesgo

B = Beta de un activo. Sensibilidad de este respecto del mercado.

$E(r_m)$ = Rentabilidad esperada del mercado

Una vez tenemos los tres elementos fundamentales para el cálculo del EVA este se calculará de la siguiente manera:

$$- \text{EVA} = \text{NOPAT} - E(r_i) * \text{Capital invertido}$$

De esta forma, en caso de que el resultado de calcular el valor económico añadido sea positivo diremos que se está creando valor para la empresa mediante la adquisición. De ocurrir lo contrario y obtener un resultado negativo, el valor se estaría destruyendo.

5 ANALISIS EMPÍRICO

En esta última parte se analizará de forma breve una adquisición llevada a cabo durante los últimos años y se determinará cuales han sido los factores y condiciones que han podido influir en la creación o destrucción de valor producida por la misma. Para ello he escogido la adquisición de Harman International, llevada a cabo por Samsung Electronics durante el 2016.

5.1 Samsung Electronics adquiere Harman International Industries

5.1.1 Contexto

Samsung Electronics Co. Ltd. es una empresa basada en Seúl, Corea del Sur cuyo negocio se basa en la provisión de tecnología de semiconducción, telecomunicaciones y convergencia digital. La empresa produce también pantallas, teléfonos móviles, monitores y chips de memoria. Está localizada en más de 60 países y cuenta con más de 200 mil empleados.

Por otro lado, Harman International se trata de una empresa basada en Estados Unidos y dedicada a las tecnologías conectadas incluyendo la producción de productos visuales y auditivos, sistemas automovilísticos conectados, conexión de servicios y automatización de empresas.

5.1.2 Adquisición

El 16 de noviembre de 2016 Samsung Electronics anuncia la firma de un acuerdo por el cual se hace con la totalidad de Harman International a través de una adquisición valorada en 7.500 millones de euros.

Esta operación fue la más grande de toda la historia de la compañía y dio paso a Samsung al creciente y grande mercado de las tecnologías conectadas, especialmente al mercado de la electrónica automotriz, el cual llevaba siendo una prioridad para Samsung y del que se espera que supere el valor de 100.000 millones de dólares en 2025.

Samsung pagó 112 dólares por cada acción y todo fue abonado mediante caja. La prima pagada por cada acción fue de 27.8% con respecto al precio de estas el viernes anterior al anuncio de la adquisición.

5.1.3 Factores que han podido influir en la creación de valor

Como hemos comentado a lo largo de trabajo, existen diversos factores que han podido influir en la creación o destrucción de valor para Samsung en esta adquisición. Empezando por el motivo por el cual se ha llevado a cabo la adquisición, las sinergias que se hayan logrado conseguir o se puedan conseguir en un futuro, el acceso tanto a nuevos mercados como a nuevos productos, la cotización en bolsa etc., todos son elementos que han podido influir en el éxito o fracaso de la operación. A continuación, analizaré cada uno de estos y sacaré una conclusión sobre la posible creación o no de valor para la empresa en esta transacción.

1) Motivo de la transacción

En primer lugar, podemos suponer por las características de la adquisición que el principal motivo de esta fue del todo estratégico. Aunque los objetivos de los directivos, que son al fin y al cabo los encargados de llevar a cabo todo el proceso de adquisición, deben estar siempre alineados con los de los accionistas, esta no es una adquisición realizada meramente para aumentar la riqueza de estos últimos.

A través de esta transacción la empresa busca tener acceso a nuevos mercados, en especial al mercado de las tecnologías conectadas que está teniendo un gran auge durante los últimos años. Harman International es un líder global en este sector por lo que, mediante la adquisición, Samsung busca aprovechar dicha posición para conseguir tener ellos también un papel importante dentro de este sector. Samsung tendrá también acceso a todos los productos de Harman, lo cual les permitirá aumentar ampliamente su porfolio y de esta forma también conseguir llegar a un gran número de nuevos clientes.

La operación permitirá a Samsung crecer de una manera mucho más rápida de lo que sería si tratase de desarrollar esos productos y acceder a dichos mercados mediante el crecimiento orgánico. Este crecimiento instantáneo permite a la empresa mejorar su situación competitiva dentro del mercado y expandirse a nuevas regiones de una forma más rápida que sus competidores.

2) Sinergias

Como hemos comentado anteriormente, uno de los principales motivos por los cuales se llevan a cabo este tipo de operaciones es para la consecución de unas determinadas sinergias. Si bien es cierto que estas sinergias no se consiguen de un día para otro, y al haber sido realizada la operación hace relativamente poco tiempo, no se puede saber con exactitud que sinergias han sido materializadas. Aún así, teniendo en cuenta el tipo de compañías de las que se trata podemos suponer unas cuantas:

En cuanto a sinergias de ingresos, Samsung tendrá acceso a un público bastante más amplio gracias a la adquisición de manera que no solo podrá ofrecer sus productos a los nuevos consumidores, sino que también podrá ofrecer los productos de Harman a sus consumidores ya existentes. En este caso, Samsung tendrá la posibilidad también de complementar sus productos con los de Harman. Por ejemplo, una de las sinergias más esperadas de la adquisición es la inclusión de mejoras de sonido en la gama de móviles Samsung Galaxy S. Otra de las mayores sinergias se ha encontrado también en el sector de la automoción. La combinación entre el conocimiento de Samsung sobre circuitos, chips, equipos etc. y la experiencia y conocimiento de Harman en el sector de la automoción les ha permitido ser capaces de desarrollar productos muy atractivos para este sector.

Respecto a las sinergias de costes, según (Bocconi Students Investment Club, 2016) la operación no fue llevada a cabo para conseguir este tipo de sinergias. De todas formas, al ser dos compañías similares, ambas muy relacionadas con el mundo de la tecnología podrían conseguir este tipo de sinergias mediante el cierre de determinadas instalaciones, establecimiento de unas únicas oficinas centrales, economías de escala etc.

La materialización de estas sinergias supondría un aumento importante de los márgenes y beneficios de la empresa y lo que conduciría a la creación de valor tanto para los accionistas como partes interesadas de la empresa.

3) Rendimientos anormales

El 14 de noviembre de 2016, día en el cual se cerró anunció la adquisición el precio por acción de Harman International subió drásticamente hasta llegar a su máximo en 52 semanas el cual fue de \$110,85. Por su parte el precio por acción de Samsung se mantuvo estable subiendo únicamente un 0,19%. Esta variación en los precios lo que sugiere es

que los inversores estaban confinantes en que la adquisición iba a cerrarse satisfactoriamente (Bocconi Students Investment Club, 2016).

FIGURA IX Evolución del precio por acción de Samsung



Fuente: Investing.com, 2016.

En este gráfico podemos observar la evolución del precio por acción de Samsung durante los meses previos y posteriores a la adquisición. Como se puede ver el precio de las acciones ha estado subiendo constantemente desde la adquisición lo cual es un signo muy positivo para los accionistas de Samsung y representa una creación de valor clara para estos. El día de la adquisición el precio subió únicamente 0.19%, sin embargo, desde el día de la adquisición hasta el día de hoy las acciones han subido un 74%, de \$660 por acción a \$1150 lo cual parece indicar que la operación ha sido todo un éxito.

A continuación, analizaré la evolución del precio por acción de Harman International y la creación de valor para sus accionistas.

FIGURA X Evolución del precio por acción de Harman International



Fuente: Investing.com, 2016.

En el caso de Harman podemos ver como la subida del precio el día de la adquisición fue mucho mayor. Esta subida fue de un 20%, pasando de estar el precio por acción en \$87 a \$103. El precio por acción pagado por Samsung fue de 112\$ lo que supuso una prima del 28%. Esta prima significó una importante rentabilidad para los accionistas de Harman lo cual nos indica claramente que para estos sí que hubo una importante creación de valor.

3) ROIC y EVA

A la hora de analizar la creación de valor mediante el retorno sobre el capital invertido o mediante el valor económico añadido es necesario analizar la evolución del NOPAT. Ambos métodos de medición dependen principalmente de esta variable y, por lo tanto, el

efecto que tenga la adquisición sobre esta variable será un fiel indicador de la potencial creación de valor.

Para ello es necesario analizar la cuenta de pérdidas y ganancias de Samsung tanto antes como después de la adquisición.

FIGURA XI Cuenta de pérdidas y ganancias de Samsung Electronics

Millones	2017	2016	2015	Var 16-17	Var 15-16
Ventas	211,8	174	173	22%	1%
Coste de ventas	114,3	103,7	106,4	10%	-3%
Margen Bruto	97,5	70,3	66,5	39%	6%
Beneficio Operativo	47,4	25,2	22,7	88%	11%
Beneficio antes de impuestos	49,6	26,4	22,3	88%	18%
Beneficio neto	37,2	19,6	16,4	90%	20%

Fuente: Samsung.com, 2018.

Como podemos comprobar en la cuenta de pérdidas y ganancias de Samsung, la evolución de los márgenes y resultados es muy positiva especialmente en 2017, año en el que se lleva a cabo la transacción. Mientras que el incremento del beneficio bruto en 2016 es únicamente de un 20%, el incremento en 2017 es de un 90% lo cual indica que, hasta día de hoy, la adquisición esta dando los resultados esperados.

A la hora de analizar la creación de valor, vamos a fijarnos directamente en el beneficio operativo de la empresa ya que este afecta directamente al cálculo del NOPAT que es, al fin y al cabo, la cifra que influye en ambos métodos de medición. En este caso, el beneficio operativo aumenta únicamente un 11% en 2016 mientras que en 2017 llega a aumentar hasta un 88%. Este gran aumento del beneficio operativo suele ser un muy buen indicador de que se esta creando valor mediante la operación.

Aunque muchas de las sinergias que se espera obtener mediante la adquisición todavía no han podido ser conseguidas debido al escaso tiempo que ha transcurrido, esta claro que muchas otras sí que están dando sus frutos ya que como se puede observar, las empresas en conjunto están dando resultados significativamente mejores que los que darían por separado.

Tras analizar los principales factores influyentes en la creación de valor, todo parece indicar que la adquisición de Harman por parte de Samsung está siendo todo un éxito. No

solo se ha creado valor para los accionistas de ambas empresas, sino que también se está creando valor para la compañía y las demás partes interesadas o *stakeholders*.

6. CONCLUSIONES

A través de este trabajo se han analizado las fusiones y adquisiciones como métodos de creación de valor. Se ha analizado la evolución de estas a lo largo de la historia mediante la identificación de las diversas etapas por las que han pasado y sus diferentes características para posteriormente identificar las principales motivaciones que llevan a las empresas a realizar este tipo de operaciones, ahondando finalmente en la motivación principal y fin último que es la creación de valor. Para ello se ha tomado la cuantificación de dicho valor como eje central del estudio y se han analizado las principales formas de llevarla a cabo. Por último, se ha expuesto un breve ejemplo de una adquisición realizada durante los últimos años con el objetivo de identificar los principales factores que han podido influir en la creación o destrucción de valor de dicha operación.

Ninguna de las diferentes oleadas que han caracterizado la evolución de las fusiones y adquisiciones hasta día de hoy ha sido exactamente igual que la anterior. Todas ellas pueden ser diferenciadas en base a su naturaleza, duración, objetivo de las operaciones, método de pago etc. El volumen de fusiones y adquisiciones dentro de dichas oleadas ha ido variando a lo largo de los años dependiendo de diversos factores económicos, políticos, sociales etc. que son los que han ido marcando el principio y el final de estas.

Tras el fin de la última oleada ocurrido en 2008 debido al nuevo inicio de una etapa de recesión, parece que todo está volviendo a la normalidad. Al encontrarnos en un periodo de expansión económica a nivel global las empresas están volviendo a conseguir la estabilidad y confianza necesaria para retomar la actividad en el ámbito de fusiones y adquisiciones y de esta forma comienza a aumentar de nuevo el volumen, pudiendo estar al frente de una nueva oleada.

Aunque la creación de valor puede ser considerada el fin último de las fusiones y adquisiciones, existen otra serie de razones por las cuales las empresas deciden poner en marcha uno de estos procesos. Estas razones pueden tener una naturaleza completamente diferente pero todas ellas acaban cumpliendo con la función de ser medios para alcanzar dicho fin último.

Dentro del abanico de posibilidades que tienen las empresas para crecer, entre las cuales se encuentran tanto las estrategias de crecimiento orgánico como las de crecimiento

externo, las fusiones y adquisiciones son la manera más rápida. Aunque si es cierto que algunas sinergias tardan más tiempo en conseguirse, las consecuencias de estas operaciones suelen ser inmediatas, lo cual agiliza en gran medida la creación de valor. Además, esta rapidez con la que las transacciones se llevan a cabo permite a las empresas adaptarse a un entorno que cambia constantemente y consolidar su posición aumentando su poder en el mercado.

Las sinergias son cruciales a la hora de generar valor mediante un a adquisición. Entre los dos tipos de sinergias existentes, operativas y financieras, diremos que las operativas tienen una mayor relevancia en un proceso de adquisición ya que son las que influyen de mayor manera sobre los ingresos y los costes. Dentro de estas, habrá que poner especial atención en las sinergias de costes, ya que son más sencillas de conseguir y cuantificar.

La materialización de las sinergias es especialmente compleja. Es por esto por lo que se debe tener en cuenta la probabilidad de conseguir las en base a los medios y recursos de los que dispone la empresa. Además, será conveniente también prestar atención a la sostenibilidad de estas en el tiempo.

Las motivaciones a corto plazo como el orgullo y beneficio de la dirección, eliminación de competidores, ahorro en costes, especulación etc. deben ser evitados a la hora de llevar a cabo una operación ya que son las motivaciones a largo plazo las que verdaderamente generarán valor para la empresa en conjunto.

El éxito o fracaso de una fusión o adquisición depende de lo que se quiera conseguir a través de esta y los diferentes criterios que sean empleados a la hora de medirlo. El resultado de una operación puede ser evaluado tanto a largo como a corto plazo al igual que puede ser medido únicamente para los accionistas o para todas las partes interesadas de la empresa. Existen diferentes métodos de estudio como pueden ser los estudios contables que basan sus conclusiones en el análisis de los ingresos, retorno sobre el capital, beneficio operativo, beneficio neto etc., entre los cuales podemos destacar el análisis del ROIC y crecimiento de la empresa para determinar el éxito de una operación en base a la creación de valor para todos los *stakeholders* de la misma. Por otro lado, están también los estudios eventuales como el análisis de los rendimientos anormales acumulados que basa sus conclusiones en el valor creado para los accionistas dependiendo de los retornos que estos obtengan debido al anuncio de la adquisición.

A medida que han ido transcurriendo los años el concepto de creación de valor ha ido evolucionando. Mientras que hace unos años se entendía como creación de valor la riqueza generada para los accionistas, con el paso del tiempo se ha ido introduciendo el concepto de creación de valor para los *stakeholders* de la empresa. La creación de valor para estas terceras partes podrá traducirse también en un mayor valor creado para la empresa y por lo tanto para los accionistas ya que, por ejemplo, una mejora de la situación de los proveedores, directores, consumidores etc. afectará de manera muy positiva a los intereses de la empresa.

El concepto más importante que hay que tener en cuenta a la hora de crear valor mediante una fusión o adquisición es la conservación de este valor. Este principio dice que todo aquello que no aumente los flujos de caja de la compañía no estará creando valor.

La creación de valor será mucho más fácil de obtener para los accionistas de la empresa adquirida que para los de la empresa adquiriente. Esto se debe principalmente a la prima pagada por la adquisición, que mientras que para los accionistas de la empresa adquirida supone una rentabilidad instantánea, para los de la empresa compradora supone un desembolso que habrá que contrarrestar principalmente mediante las sinergias si se quiere llegar a crear valor.

Debido a la dificultad de integración de la empresa adquirida, tanto a nivel económico, estratégico y social, como a la complejidad de materializar las sinergias, la gran mayoría de fusiones y adquisiciones acaban destruyendo valor para los accionistas de la empresa adquiriente a largo plazo.

La ejecución de una transacción puede ser algo sencillo. Sin embargo, que esta tenga éxito y cree valor es algo mucho más complejo.

7. BIBLIOGRAFÍA

Apellániz, T. (1996). Análisis ExPost de Fusiones y Adquisiciones. Investigación Empírica sobre la Evaluación de los Resultados de la Fusión. Universidad de la Rioja.

Cao, B., Jiang, B. y Koller, T. (2006). Balancing ROIC and growth to build value. McKinsey&Company. Visitado el 10 de mayo de 2018:

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/balancing-roic-and-growth-to-build-value>

Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J. (2000). Valuation, measuring and managing the value of companies. New York: John Wiley & Sons.

Devos, E., Kadapakkam, P. R., Krishnamurthy, S. (2009). How do mergers create value? A comparison of taxes, market power, and efficiency improvements as explanations for synergies. *Review of Financial* (pp.1179-1211).

Dodd, P. (1980). Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth. *Journal of Financial Economics* (pp. 105-137).

Ekhholm, D. y Petter Svensson. (2009). Value Creation through mergers and acquisitions.

Expansión (2018). Creación de valor. Visualizado 5 de abril 2018:

<http://www.expansion.com/diccionario-economico/creacion-de-valor.html>

Fama, Eugene F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business* (pp.34-105)

Fama, Eugene F. (1970). Efficient Capital Markets: A review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* (pp. 383-417).

Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: Definición y cuantificación. Madrid: Universia Business Review.

- Gaughan, P. (2007). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley & Sons.
- Goldberg, S., & Godwin, J. (2001). Your Merger: Will It Really Add Value? *Journal of Corporate Accounting and Finance*.
- González, N. Z. (2007). *Las fusiones y adquisiciones como formula de crecimiento empresarial*. Ministerio de Industria, Turismo y Comercio.
- Gualdoni, F. (2001). Las fusiones de empresas caen un 69% en España durante 2001. *El País*. Visualizado 3 de marzo 2018:
https://elpais.com/diario/2001/12/26/economia/1009321204_850215.html
- Gutmann, A. (2013). *How to be an Investment Banker* (pp. 294-298). Wiley Finance Series.
- Halpern, P. (1982). Corporate Acquisitions: A theory of special cases? A review of Event Studies Applied to Acquisitions. *The Journal of Finance*, Vol. 38. (pp. 297-317)
- Hillman, A., & Keim, G. (2001). Shareholder Value, Stakeholder management and Social Issues: What's the bottom line. *Strategic Management Journal* (pp. 125-139).
- Hughes, J. (2015). Boom de fusiones y adquisiciones en 2015. *Expansión*. Visualizado 3 de marzo 2018:
<http://www.expansion.com/empresas/2015/12/26/567ea8d622601d185c8b4681.htm>
- IMAA. (2017). *M&A Statistics – Number and Value and Largest M&A Transactions by Region*. Visitado el 1 de marzo 2018:
<https://imaa-institute.org/mergers-and-acquisitions-statistics/>

Koller, Tim, Goedhart, Marc y Wessels. (2005). Valuation: Measuring and managing the value of companies. Cuarta edición. New Jersey: John Wiley & Sons.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010). Valuation: measuring and managing the value of companies (Vol. 499). New York: John Wiley & Sons.

Leibenstein, H. (1966). Allocative Efficiency vs X-Efficiency. American Economic Review, Vol 56 (pp. 392-415).

Mandelker, G. (1974). Risk and Return: The Case of Merging Firms. Journal of Financial Economics (pp. 303-335).

Mascareñas, J. (2011). Fusiones y adquisiciones y valoración de empresas. 5ª Ed. Editorial del Economista.

Morck, R., A. Shleifer y R.W. Vishny (1990). Do managerial objectives drive bad acquisitions? (pp. 31-38).

Motis, J. (2007). Mergers and Acquisition Motives. Toulouse School of Economics y University of Crete.

Nouwen, T. (2011). M&A waves and its evolution throughout history. Tilburg University.

O'byrne, S (1996). EVA and market value. Journal of Applied Corporate Finance (pp. 116-125).

Rehm, W., Robert Uhlener y West, A. (2012). Taking a longer-term look at M&A value creation. McKinsey&Company. Visitado el 13 de mayo 2018:

<https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/taking-a-longer-term-look-at-m-and-a-value-creation>

Shahrur, H. (2005). Industry Structure and Horizontal Takeovers: Analysis of Wealth Effects on Rivals, Suppliers and Corporate Customers. *Journal of Financial Economics*, Vol 76. (pp. 61-98).

Shleifer, Andrei, & Vishny. (1991). Takeovers in the '60s and the '80s: Evidence and Implications.

Stigler, G. (1950). Monopoly and Oligopoly power by merger. (pp. 23-24). *American Economic Review*.

Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value from Mergers and Acquisitions, the Challenges*. Prentice Hall, Financial Times .

Walker, M. (2000). Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth. In M. Walker, *Corporate Takeovers, Strategic Objectives, and Acquiring-Firm Shareholder Wealth* (pp. 53-56).